

三川智慧 (300066)

精耕水产业链，打造智慧水务领军者

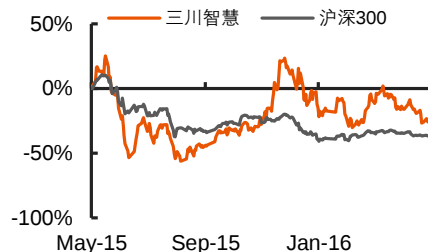
推荐（首次）

现价：5.87 元

主要数据

行业	环保
公司网址	www.ytsanchuan.com
大股东/持股	江西三川集团有限公司 /40.84%
实际控制人/持股	李建林/16.41%
总股本(百万股)	1,040
流通 A 股(百万股)	938
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	61.05
流通 A 股市值(亿元)	55.08
每股净资产(元)	3.34
资产负债率(%)	9.80

行情走势图



证券分析师

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

邱正 一般从业资格编号
S1060116050045
QIUZHENG320@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：

近期我们调研了三川智慧，就公司的业务布局、经营现状以及未来发展规划与公司高管进行了交流。

平安观点：

- **智慧水务进展速度快：**公司致力于成为国内智慧水务领军企业，做好智慧水务的核心是基础设施与数据。通过前瞻性的研发生产多种智能水表，并先后与中国移动、华为等国内顶尖企业签订战略合作协议，公司积极打造水表领域龙头企业。通过与龙江环保、京兆水表签订合作协议，公司迅速将智能表铺向重点城市。我们估计公司与京兆水表合作的首批 1 万只智能水表已销售完成，公司将持续与京兆水表在智能水表与智慧水务上深入合作，共同开发北京区域大市场。
- **增资深圳清泉水务，供水经营管理能力得到增强：**深圳清泉水务拥有先进的水净化技术，能以较低成本实现原水高效清洁，使得供水企业在现有设计规模下的最大供水能力得到极大提升，同时提升经营效率。由于三川智慧目前已具备不错的水务企业经营管理能力，我们认为这一举措将进一步拉大公司与其他供水公司的竞争力差距，对公司持续开拓供水市场亦起到积极作用。
- **瑕不掩瑜，单年利润下滑不改水表业务收入增长大趋势：**2015 年公司收入有所下降，2016 年第一季度，公司主营业务收入、利润同比均出现较快增长，与各大区域大型水务公司的合作也促进智能水表销量上升。我们认为，综合考虑公司的战略布局与市场趋势，未来两年是公司水表销售的大年，收入利润均有望保持快速增长态势。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2015--2017 年主营业务收入分别为 7.39 亿、8.08 亿、8.84 亿元；每股收益分别为 0.15、0.17、0.19 元。考虑公司主业稳健并持续深耕水产业链，加上公司沿着水产业链外延式扩张预期，我们给予公司 12 个月目标价 7 元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**水表销售收入下滑，外延扩张速度低于预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	698	647	739	808	884
YoY(%)	3.2	-7.3	14.2	9.3	9.5
净利润(百万元)	125.4	139	158	177	196
YoY(%)	24.3	11.0	13.6	12.1	10.7
毛利率(%)	34.6	34.9	35.4	35.8	36.1
净利率(%)	18.0	21.5	21.4	21.9	22.2
ROE(%)	11.7	10.0	9.2	9.8	10.1
EPS(摊薄/元)	0.12	0.13	0.15	0.17	0.19
P/E(倍)	48.92	44.1	38.8	34.6	31.3
P/B(倍)	5.45	4.5	3.5	3.3	3.1

正文目录

- 一、公司的智能水表销量将维持快速增长态势 4
 - 1.1 房地产竣工面积仍维持在高位，支撑智能水表的发展4
 - 1.2 强强联手，改善供水布局全球智慧水务市场5
- 二、内生外延共同扩张保障公司快速发展 6
- 三、风险提示 7

图表目录

图表 1 2008-2015 年全国房屋竣工面积4

图表 2 2008-2014 年全国住宅竣工套数4

图表 3 水表行业市场规模预测4

图表 4 三川智慧是我国最大的水表供应商5

图表 5 三川智慧水表全球市场份额居前5

图表 6 公司控股的供水公司经营状况持续改善6

图表 7 2016 年公司费用控制初见成效6

图表 8 公司现金流状况良好，ROE 水平稳定7

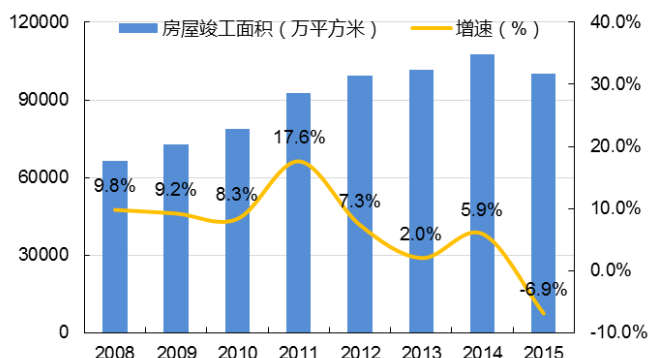
一、公司的智能水表销量将维持快速增长态势

1.1 房地产竣工面积仍维持在高位，支撑智能水表的发展

水表行业需求的主要驱动因素是城镇化建设带来的新增商品房的水表需求，以及现有楼盘入户水表更换需求。随着我国城镇房地产市场增速放缓，新增水表需求有所放缓，而更新需求则逐年提升。总体而言，目前我国每年水表销量大约 5000-6000 万台，市场规模约 40 亿元，2017 年有望达到近 60 亿元。

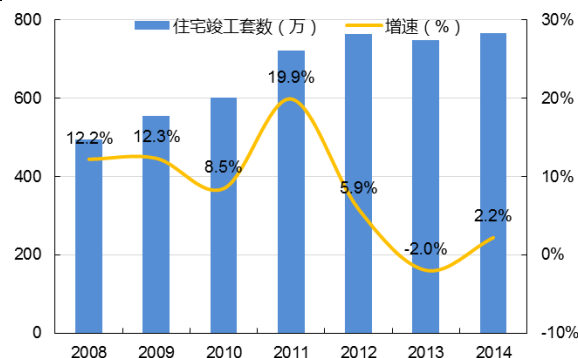
- 2006 年起我国房屋竣工面积开始逐渐增加，到 2011 年增速达到顶峰。2015 年我国当年竣工面积 10 亿平方米，同比下降 6.9%，但竣工面积仍然维持在较高水平。
- 2014 年我国住宅竣工套数 765.94 万套，同比增长 2.2%。根据经验来看，水表销售情况与住宅竣工情况具有较强的相关性，水表销售通常在住宅竣工后 2-4 个季度销量开始快速增长。综合 2015 年竣工面积推断，我们认为 2016 年水表市场新增水表销售仍将维持高位，同时受到三表集抄、阶梯水价实施的刺激，水表市场将维持缓慢增长态势。

图表1 2008-2015 年全国房屋竣工面积



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表2 2008-2014 年全国住宅竣工套数



资料来源:Wind, 平安证券研究所

- 根据央行的调查显示，1991-2012 年我国城镇住宅竣工套数合计约为 1.4-1.7 亿套，按 1990 年住宅存量 8000 万套来看，目前城镇住宅存量约为 2.2-2.5 亿套，每年水表更新需求约为 3500-4000 万只。
- 目前我国每年出口水表约为 1000 万台左右，加上国内市场的新建住房与水表替代需求，目前我国水表行业整体市场需求约为 6000 万只左右，且智能表份额持续增长。长期来看，2020 年我国水表行业市场规模有望超过 60 亿元，各类水表年销量近 8000 万只。

图表3 水表行业市场规模预测

销量 (万只)	增速 (%)	2014	2017	2020
智能表	15%	500	760	1157
机械表	3%	5500	6010	6567
合计		6000	6770	7724
市场规模 (万元)	单价 (元)	2014	2017	2020

智能表	250	125000	190109	289133
机械表	50	275000	300500	328364
合计	-	400000	490609	617497

资料来源：平安证券研究所

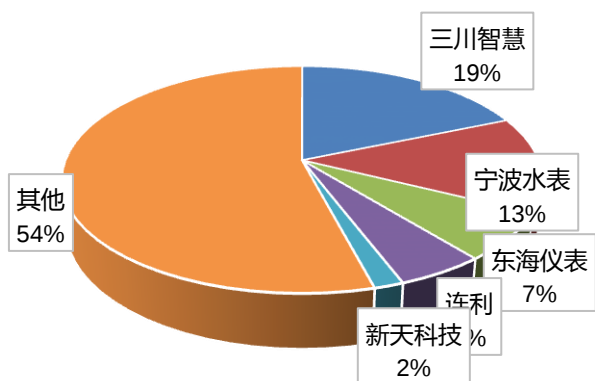
1.2 强强联手，改善供水布局全球智慧水务市场

供水是整个家庭水循环的起点，水表则忠实记录着家庭的用水情况与用水习惯。每个家庭、每个小区都有其独特的用水习惯与用水行为，这些数据是反映家庭生活方式的最直接的证据。因此，布局从“供水-用水监测”的智慧水务领域，实际上是前瞻性的布局家庭的大消费领域。

有鉴于此，三川智慧 2015 年与华为签署了合作备忘录，致力于将公司的智能水表技术与华为的通信技术相合作，共同开发国内、国际的智慧水务大市场。同时公司也于 2015 年增资深圳清水水务，进一步增强公司在供水产业链的竞争实力，在打造智慧水务领军者的道路上一步一个脚印的前行。

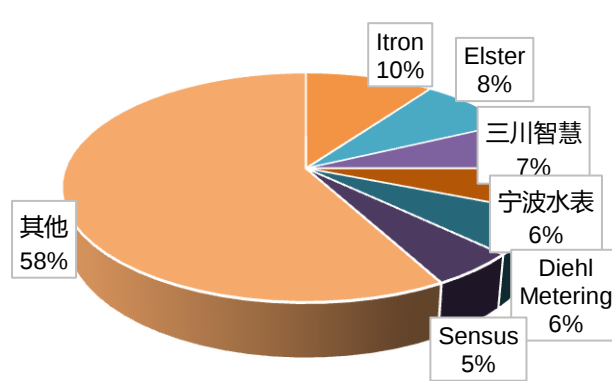
- 三川智慧是我国最大的水表销售企业，占据国内市场份额近 20%，同时在国际市场上也占据约 7% 的市场份额，是世界前三大水表供应商。随着前瞻性的研发智能水表与布局智慧水务，公司有效扩大了自身的市场份额，已成为智能水表领域绝对的领军者。

图表4 三川智慧是我国最大的水表供应商



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 三川智慧水表全球市场份额居前



资料来源:IHS Research, 平安证券研究所

- 继与中国移动合作开发物联网水表后，公司进一步与华为合作，将公司的先进水表技术与华为的全球顶尖无线通信技术结合，致力于开发具有全球竞争力的智能水表。同时，公司有望将自身的品牌影响力与华为的国内、国际的市场竞争力强强联合，在智能水表替代的国际大趋势下分得更大的蛋糕。
- 2015 年 12 月，公司增资并持有深圳清水水务 11.11% 的股权。深圳清水水务拥有先进的水净化技术，能以较低成本实现原水高效清洁，使得供水企业在现有设计规模下的最大供水能力得到极大提升，同时提升经营效率。由于三川智慧在鹰潭、余江供水公司的经营过程中已证明了具有先进的供水经营能力，我们认为这一举措将进一步拉大公司与其他供水公司的竞争力，同时有望提升公司现有水厂的利润率以及增强公司外延式收购其他供水公司的竞争力。

图表6 公司控股的供水公司经营状况持续改善

(万元)	2013		2014		2015	
	鹰潭水务	余江水务	鹰潭水务	余江水务	鹰潭水务	余江水务
营业收入	10,610.0	356.7	9,622.0	1,638.2	11,894.7	1,896.7
营业利润	5,004.5	-41.9	5,262.8	610.6	5,791.6	314.4
净利润	3,806.5	-30.0	4,023.2	467.0	4,440.2	254.1
净资产	14,586.4	5,419.3	16,140.5	5,886.3	22,970.0	6,140.3
毛利率	47.2%	-11.8%	54.7%	37.3%	48.7%	16.6%
销售净利率	35.9%	-8.4%	41.8%	28.5%	37.3%	13.4%
ROE	26.1%	-0.6%	24.9%	7.9%	19.3%	4.1%

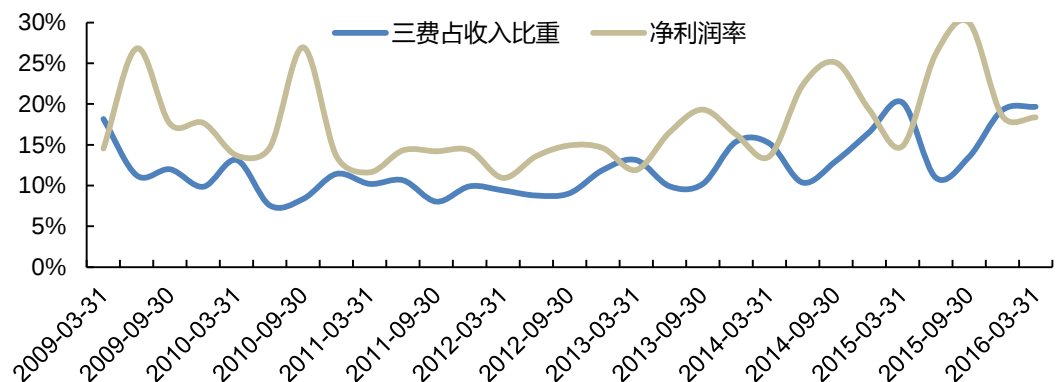
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 内生外延共同扩张保障公司快速发展

2016 年一季度,公司实现营业收入 1.5 亿元,归母净利润 2775.2 万元,同比分别增长 8.31%、38.11%。经历了 2015 年收入下滑的局面,我们认为公司 2016 年水表业务收入与利润水平将重回增长的轨道上,并结合公司外延式扩张的布局,公司的智慧水务版图有望得到快速的延伸。

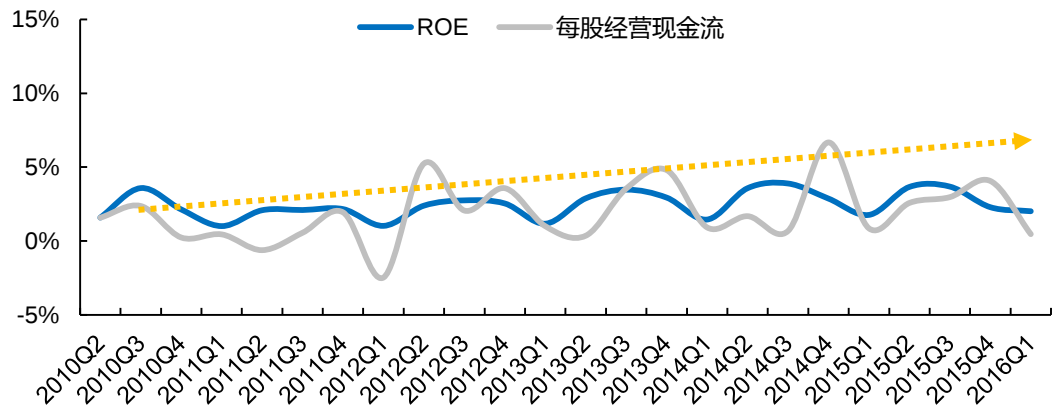
- 公司作为传统工业企业,经营过程中必须首先进行生产设备的投资后才可进行销售。因此,面对销售收入增长的大趋势,能否有效控制公司费用是创造净利润多少的关键。
- 2015 年公司主营业务收入有所下滑,主要集中在传统机械表的销售,智能水表销量与销售额基本保持平稳,2016 年 1 季度的增长验证了公司仍处于快速发展的轨道上这一逻辑。
- 根据我们对公司的观察,公司全年利润水平与公司三费的增长趋势相关性较强。2015 年,公司的三费占收入比重出现了快速增长,而 2016 年一季度,在收入增长的前提下,公司三费占比低于 2015 年水平。我们认为,今年公司可能会控制费用的增长,内部挖潜经营效益,为股东创造更多价值。

图表7 2016 年公司费用控制初见成效



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司现金流状况良好，ROE 水平稳定



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

- 此外，公司亦明确提出将围绕智慧水务与互联网金融两大业务板块开展产业并购，推进公司外延式发展。作为国内水表龙头，公司拥有扎实工作的企业经营团队与良好的财务基础，采取外延式扩张不仅能够为公司带来业务板块的延伸，所带来的协同效应也将提升公司整体的利润水平。
- 结合我们对公司发展的判断，我们预测公司 2015--2017 年主营业务收入分别为 7.39 亿、8.08 亿、8.84 亿元；每股收益分别为 0.15、0.17、0.19 元。考虑公司主业稳健并持续深耕水产业链，加上公司沿着水产业链外延式扩张预期，我们给予公司 12 个月目标价 7 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

三、 风险提示

水表销售收入下滑，外延扩张速度低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1045	1473	1549	1662
现金	601	1001	1006	1131
应收账款	215	151	286	172
其他应收款	6	9	8	10
预付账款	5	21	8	22
存货	112	139	138	167
其他流动资产	106	151	104	161
非流动资产	557	589	611	632
长期投资	134	175	219	265
固定资产	270	277	278	281
无形资产	68	50	27	0
其他非流动资产	85	87	86	87
资产总计	1602	2062	2160	2295
流动负债	127	155	156	173
短期借款	0	0	0	0
应付账款	74	85	95	97
其他流动负债	53	70	61	76
非流动负债	19	19	18	19
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	19	19	18	19
负债合计	146	174	175	192
少数股东权益	93	109	127	143
股本	416	1040	1040	1040
资本公积	401	68	68	68
留存收益	541	680	834	1000
归属母公司股东权益	1362	1778	1859	1960
负债和股东权益	1602	2062	2160	2295

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	131	158	101	216
净利润	146	174	195	212
折旧摊销	24	24	26	28
财务费用	-15	-20	-25	-27
投资损失	-21	-22	-24	-26
营运资金变动	-15	1	-71	28
其他经营现金流	13	0	0	0
投资活动现金流	-90	-34	-24	-24
资本支出	51	-10	-21	-25
长期投资	-100	-41	-20	-46
其他投资现金流	-139	-86	-65	-94
筹资活动现金流	47	277	-72	-67
短期借款	-25	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	166	624	0	0
资本公积增加	-43	-333	0	0
其他筹资现金流	-52	-14	-72	-67
现金净增加额	89	401	5	125

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	647	739	808	884
营业成本	421	477	518	565
营业税金及附加	6	5	6	7
营业费用	64	63	66	71
管理费用	53	52	60	67
财务费用	-15	-20	-25	-27
资产减值损失	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	21	22	24	26
营业利润	127	183	206	228
营业外收入	43	20	20	20
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	169	203	226	248
所得税	23	29	32	35
净利润	146	174	195	212
少数股东损益	7	16	17	16
归属母公司净利润	139	158	177	196
EBITDA	175	203	222	244
EPS (元)	0.13	0.15	0.17	0.19

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	-7.3	14.2	9.3	9.5
营业利润(%)	-14.4	44.7	12.7	10.3
归属于母公司净利润(%)	11.0	13.6	12.1	10.7
获利能力				
毛利率(%)	34.9	35.4	35.8	36.1
净利率(%)	21.5	21.4	21.9	22.2
ROE(%)	10.0	9.2	9.8	10.1
ROIC(%)	9.5	8.5	9.0	9.3
偿债能力				
资产负债率(%)	9.1	8.4	8.1	8.3
净负债比率(%)	-41.2	-53.0	-50.7	-53.8
流动比率	8.3	9.5	9.9	9.6
速动比率	7.4	8.6	9.0	8.7
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.4	4.0	3.7	3.9
应付账款周转率	5.5	6.0	5.7	5.9
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.15	0.17	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.15	0.10	0.21
每股净资产(最新摊薄)	1.31	1.71	1.79	1.88
估值比率				
P/E	44.08	38.81	34.62	31.26
P/B	4.50	3.45	3.30	3.13
EV/EBITDA	32.3	25.9	23.7	21.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033